فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية: حالة الجزائر(1990–2014)

أ. شلغوم عميروش
جامعة جيجل– الجزائر.
chelghoum.amirouche88@yahoo.com

الملخص:

يهدف البحث إلى تقويم فعالية السياسة النقدية في التأثير على معدل التضخم والناتج الحقيقي غير النفطي، كأهداف نهائية للسياسة النقدية، باستخدام نماذج الانحدار الذاتي للمتجه(**VAR**)، من خلال تقدير مدى استجابة كل من سعر الفائدة على القروض المصرفية، القروض المصرفية وسعر الصرف لتأثير للتغيرات في معدل إعادة الخصم، وانتقالها إلى الأهداف النهائية. لبلوغ ذلك، نستخدم أداتين للتحليل؛ تتمثل الأداة الأولى في تحليل التباين(Variance Decomposition)، والذي يقيس تأثير كل متغير(كنسبة مئوية) في سلوكه وفي سلوك المتغيرات الأخرى في النموذج. تتمثل الأداة الثانية في دوال ردة الفعل(Impulse Response Fonctions)، والتي تسمح بتقدير أثر كل متغير في باقي المتغيرات وتتبع مسار هذا الأثر خلال مدة استقراء معينة. توصلت الدراسة إلى أن استمرار تخلف النظام المصرفي والمالي وقصور هيكله، يعتبر سببا رئيسيا لضعف فعالية قنوات انتقال الأثر النقدي، وبالتالي ضعف فعالية السياسة النقدية في بلوغ الأهداف النهائية.

الكلمات المفتاحية: قنوات السياسة النقدية، النظام المصرفي والمالي الجزائري، نمذج (**VAR**).

مقدمة:

تكتسب السياسة النقدية مكانة هامة بين مختلف أدوات السياسة الاقتصادية، لتأثيرها على المتغيرات الاسمية والحقيقية، وتعمل وفق إستراتيجية متكاملة تتكون من السلطة المسئولة عن رسمها وتنفيذها، مجموعة من الأدوات(المباشرة وغير المباشرة)، والأهداف (أولية، وسيطة ونهائية). تكتسب ما يعرف **بقنوات انتقال آثار السياسة النقدية** أهمية كبيرة في فهم وتطبيق الإستراتيجية السابقة الذكر، إذ يجب أن تكون السلطات النقدية على دراية كافية وتقدير دقيق لتوقيت تأثير قراراتها على المتغيرات الاقتصادية الاسمية والحقيقية، ما يستوجب منها ضرورة الفهم الجيد للقنوات التي يُنقل من خلالها أثر قراراتها إلى أهدافها النهائية، خاصة في ظل طول المدة التي تفصل ما بين اتخاذ القرار وآثاره على هذه الأهداف.

يشير مصطلح آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى مجموعة من القنوات التي تؤثر السياسة النقدية من خلالها على الناتج والأسعار عادة بعد فترات زمنية طويلة لا يمكن التنبؤ بها بدقة، وهو من المواضيع المعقدة لوجود عدة قنوات تعمل من خلالها السياسة النقدية. لقد ورد تفصيل هذه القنوات في الفكر الاقتصادي في العديد من الدراسات التي شكلت أساسًا لتحليل العلاقة بين الدائرتين النقدية والحقيقية، وتشمل كلا من قناة سعر الفائدة، قناة الإقراض، قناة سعر الصرف، قنوات أسعار الأصول وأثر الإعلان.

ترتبط درجة فعالية القنوات السابقة الذكر بخصائص النظام المالي ودرجة الانفتاح الاقتصادي لكل دولة، لذلك تزداد فعاليتها في نقل قرارات البنوك المركزية للدول المتقدمة نتيجة تطور نظمها المالية، واتساع وعمق أسواق رأس المال فيها. في حين، تكون هذه القنوات –وبدرجات متفاوتة– أقل فعالية في الدول النامية، نتيجة تخلف نظمها المصرفية والمالية، وضيق أسواق رأس المال فيها، ما ينعكس في ضعف فعالية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها النهائية.

إشكالية البحث: يهدف هذا البحث إلى تقويم فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق(1990–2014)، والتي تزامنت مع تبني إصلاحات هدفت إلى تطوير وتحرير النظام المصرفي والمالي، وتعزيز انفتاح الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي، وذلك بالإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: **ما مدى فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة(1990–2014)؟**

فرضية البحث: تتمثل الفرضية التي يحاول هذا البحث اختبار مدى صحتها في:

- تتميز قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر بضعف الفعالية، لاستمرار تخلف النظام المصرفي والمالي.

منهج البحث: للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضية المتبناة، نستخدم المنهج الوصفي، والذي سيسمح بعرض مختلف قنوات انتقال أثار السياسة النقدية نظريا، كما سيتم استخدام المنهج التحليلي، مع الاعتماد

على أساليب التحليل القياسي لتقدير مستوى مساهمة مختلف القنوات في نقل قرارات البنك المركزي إلى الأهداف النهائية(التأثير في الناتج الحقيقي غير النفطي والأسعار).

أولا: الإطار النظري لقنوات انتقال أثار السياسة النقدية

يحتاج القائمون على السياسة النقدية إلى فهم دقيق للمسار الذي تسكله قراراتهم لبلوغ الأهداف النهائية، إضافة إلى الزمن اللازم لذلك، ما يعطي أهمية كبيرة لقنوات انتقال أثار السياسة النقدية، باعتبارها الصلة الرئيسية بين تغيرات السياسة النقدية وأهدافها النهائية.

وتُعرف **آلية تأثير السياسة النقدية** بأنها تلك العملية التي يُنقل من خلالها أثر قرارات السياسة النقدية إلى تغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التضخم.[1] عادة بعد فترات زمنية طويلة ومتغيرة، ويعتبر الفهم الجيد لمختلف القنوات شرطا ضروريا لتنفيذ سياسة نقدية فعالة، لأنه سيسمح بتكوين رأي حول نطاق وتوقيت تأثير قرار السياسة النقدية على الأهداف المراد تحقيقها.

يبدأ تسلسل الأسباب والنتائج في أية آلية لانتقال الآثار النقدية بتغيرات في سعر الفائدة للسياسة النقدية، وما يعقبها من تغيرات في أوضاع سوق النقد، كالتغير الحاصل في الاحتياطات المصرفية، أو عرض النقد والطلب عليه، ما يترك بدوره آثارا مهمة على أسعار الفائدة السائدة في السوق، وتتغير تبعا لذلك أسعار الفائدة الحقيقية الطويلة الأجل، وهذا ما سينقل مختلف هذه التغيرات إلى أسعار الأصول، سعر الصرف، أسعار الفائدة على الإيداع والإقراض، عرض الائتمان ....، وذلك بعد فترات زمنية متغيرة حسب هيكل النظام المالي وخصوصيات الاقتصاد، ما سيترك بدوره آثارا على الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار.[2] وتتمثل هذه القنوات في:

1– قناة سعر الفائدة: تمثل القناة الأساسية للنموذج الكينزي، إذ يؤدي انخفاض سعر الفائدة الاسمي نتيجة السياسة النقدية التوسعية، إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي في ظل فرضية جمود الأسعار في الأجل القصير، وتنخفض تكلفة رأس المال، ويزيد الاستثمار الإنتاجي للشركات، كما يزيد الاستثمار في العقار، والطلب الاستهلاكي للعائلات على السلع المعمرة، كنتيجة لانخفاض سعر الفائدة الحقيقي.[3]

وفي قناة سعر الفائدة، يعتبر **سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل** القناة التي تَنقُل أثار السياسة النقدية، ففي ظل فرضية جمود الأسعار، سيؤدي انخفاض سعر الفائدة الاسمي القصير الأجل إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي قصير الأجل، ما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل. تجد هذه العلاقة تفسيرها في **نظرية التوقعات المتعلقة بهيكل آجال أسعار الفائدة**، والتي ترى بأن سعر الفائدة الطويل الأجل يساوي متوسط أسعار الفائدة القصيرة الأجل المتوقعة مستقبلا، أي أن انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية القصيرة الأجل سيؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الطويل الأجل.[4] ما سيؤدي بدوره إلى زيادة الطلب الكلي الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي زيادة الناتج الحقيقي مصحوبا بتغير في الأسعار.

2– قنوات الإقراض: تتكون من:

أ– قناة الإقراض الضيقة: تؤثر قرارات البنك المركزي في عرض وتكلفة القروض المصرفية.[5] تعمل هذه القناة في ظل وجود فرضيتين، هما: تبعية المصارف لإعادة التمويل على مستوى البنك المركزي، وتبعية وحدات العجز(الأسر والشركات) للتمويل المصرفي.[6] وفي ظل هاتين الفرضيتين، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى زيادة السيولة المصرفية المتاحة للإقراض للمصارف، فتزيد عرض القروض(مع انخفاض تكلفته)، ومن ثم يزداد التمويل الذي تحصل عليه وحدات العجز، فيزداد الطلب الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي الناتج الحقيقي مع تغير في الأسعار.

ب– قناة الإقراض الموسعة: تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة ما يزيد من أسعار الأصول المالية(الأسهم) والحقيقية(العقارات) لزيادة الطلب عليها، ما يُحسن بدوره **من صافي الثروة للمقترضين(وحدات العجز)**، وهذا مؤشر إيجابي على تحسن مقدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن الاقتراض من المصارف، كنتيجة لارتفاع ثروة قطاع العائلات والقيمة السوقية للشركات(بشرط امتلاكها في حوافظهم الاستثمارية)، وتزداد بذلك الضمانات التي يوفرها المقترضون للمصارف، فتنخفض المخاطر التي قد تتحملها هذه الأخيرة جراء التوسع في الإقراض، ما يشجعها على زيادة الإقراض، وبالتالي زيادة الاستثمار والاستهلاك. كل ذلك يترك أثرا إيجابيا على الناتج الحقيقي مصحوبا بتغير في الأسعار.[7]

3– قنوات أسعار الأصول: تؤدي أسعار الأصول المالية(الأسهم) والحقيقية(العقار) دورا رئيسيا في نقل أثار السياسة النقدية، سواءً عن طريق التأثير في مستوى الاستثمار (الإنتاجي، وبناء العقارات والمباني)، أو التأثير في استهلاك قطاع العائلات. وفي كلا الحالتين، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأصول المالية والحقيقية، ما يؤدي بدوره إلى زيادة:

أ– الاستثمار: تبين نظرية Tobin أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب عليها، ما ينعكس إيجابا في ارتفاع قيمة معامل Q، وهو النسبة بين القيمة السوقية للشركة(V) وتكلفة تجديد رأس المال(K). ويمكن التعبير رياضيا عن المعامل بالعلاقة التالية: **Q=v/K**، ما يعني توسع الشركات في الاستثمارات المنتجة الممولة بإصدار أسهم جديدة.[8] ويمكن إسقاط العلاقة السابقة على الاستثمار في العقار، وبالتالي فإن معامل Q المتعلق بالعقار هو حاصل قسمة سعر العقار القديم على تكلفة بناء عقار جديد، وبما أن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى زيادة الطلب على العقارات، ترتفع أسعار العقارات القديمة مقارنة بتكلفة بناء عقار جديد، مما يعني ارتفاع معامل Q المتعلق بالعقار، وهو ما يؤدي إلى زيادة استثمارات الشركات في بناء عقارات جديدة.[9] وفي كلا الحالتين يزداد الاستثمار والناتج الحقيقي.

ب– الاستهلاك: توفر نظرية Modigliani آلية أخرى لتفسير انتقال تأثير السياسة النقدية، إذ تُعتبر الأصول المالية والحقيقية جزءً من ثروة قطاع العائلات، وبالتالي فإن استهلاكها يتأثر بقيمة هذه الأصول، فإتباع سياسة نقدية توسعية تنعكس في ارتفاع أسعار هذه الأصول، ما يزيد من دخول العائلات، وينعكس ذلك إيجابا في زيادة الطلب الاستهلاكي والناتج الحقيقي.[10]

4– قناة سعر الصرف: في ظل سيادة نظام سعر صرف مرن وحرية حركة رأس المال، تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية، وبالتالي انخفاض العائد على الإيداع والتوظيف، ما يشجع رؤوس الأموال على البحث عن عائد أعلى في الخارج، وهو ما يقود إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية وعرض العملة المحلية، فتنخفض قيمتها، ينعكس ذلك في أثرين؛ يتمثل **الأول** في انعكاس انخفاض قيمة العملة في زيادة أسعار الواردات، ما يؤدي بدوره في ارتفاع معدل التضخم المحلي، **ويتمثل الثاني** في أن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى زيادة تنافسية الصناعات التصديرية، تاركة زيادة في الناتج الحقيقي.[11]

5– قناة الإعلان: تتركز إستراتيجية السياسة النقدية الحديثة على الإعلان للجمهور، وكنتيجة لتمتع البنوك المركزية في الدول المتقدمة بالاستقلالية والمصداقية والشفافية، فإن أي إعلان من القائمين على السياسة النقدية سيتخذه الجمهور بجدية، وبالتالي تستجيب أوضاع السوق النقدية لهذا الإعلان، فمثلا عندما يعلن البنك المركزي على سعر الفائدة المستهدف في السوق ما بين المصارف، يؤثر في توقعات الجمهور(الأسر، الشركات والمصارف)، وتستجيب أسعار الفائدة القصيرة الأجل،[12]ومن ثم أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل، وأوضاع سوق الإقراض، وأسعار الأصول، وسعر الصرف، ويُنقل الإعلان بمختلف القنوات إلى تغيرات في الناتج الحقيقي ومعدلات التضخم.

ثانيا: بيانات الدراسة وخطوات التقدير

سيتم تقويم فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية في الجزائر، بتقدير تأثير سعر الفائدة الرسمي(معدل إعادة الخصم) في سعر الفائدة على القروض، القروض المصرفية وسعر الصرف كقنوات للسياسة النقدية، وانتقال التغيرات في هذه الأخيرة إلى الناتج الحقيقي غير النفطي ومعدل التضخم. باقي القنوات هي غير موجودة، سواءً قنوات أسعار الأصول لتخلف السوق المالية، أو أثر الإعلان، لأنها مرتبطة أساسا بالدول المتقدمة.

1– التعريف بمتغيرات الدراسة ومصدرها

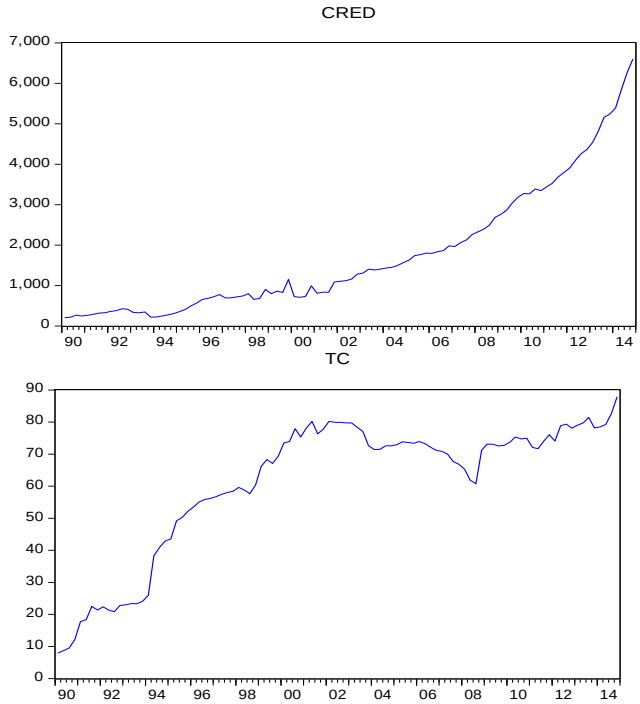
لتقدير فعالية قنوات انتقال الأثر النقدي في الجزائر، نستخدم بيانات ربع سنوية خلال الفترة(1990–2014). تشمل المتغيرات المستعملة كلا من:

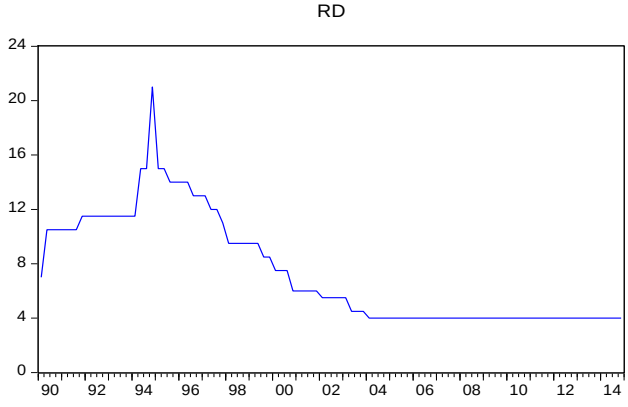
- سعر الفائدة الرسمي، وهو معدل إعادة الخصم(RD) بالنسبة المئوية كأداة للسياسة النقدية؛
- متوسط سعر الفائدة على القروض المصرفية(CRER)، بالنسبة المئوية، كمؤشر لقناة سعر الفائدة؛
- القروض المصرفية للاقتصاد(CRED)، بالمليار دينار، كمؤشر لقناة الإقراض المصرفية؛
- سعر الصرف(TC)، وهو عدد وحدات الدينار لكل وحدة واحدة من الدولار، كمؤشر لقناة سعر الصرف؛
- الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك(CPI)، كمؤشر يعبر عن معدل التضخم، وهو هدف نهائي للسياسة النقدية، سنة الأساس 2010(2010=100)؛

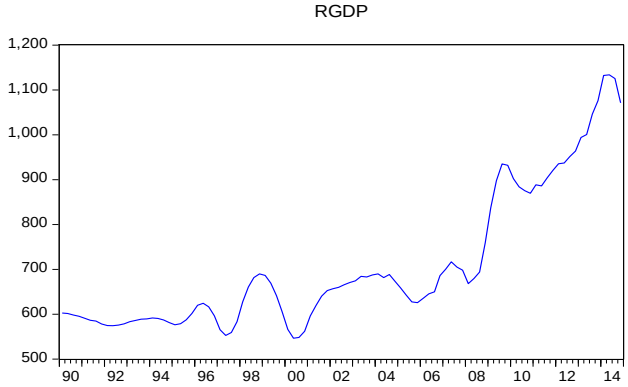
– الناتج الحقيقي غير النفطي، يعبر عن القطاع الحقيقي(RGDP)، وهو هدف نهائي للسياسة النقدية، بالمليار دينار.

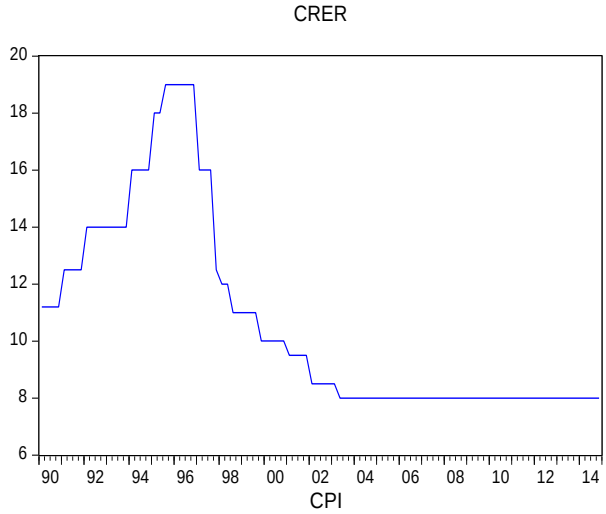
نستخدم في التقدير بيانات ربع سنوية من الربع الأول لعام 1990 إلى الربع الرابع لعام 2014، وهي متوفرة لكل المتغيرات من موقع بنك الجزائر ومن موقع صندوق النقد الدولي(IFS)،[13] باستثناء الناتج الحقيقي غير النفطي، وقد تم تحويل البيانات السنوية لهذا المتغير إلى بيانات ربع سنوية باستخدام طريقة **Show et lin (1973)**.[14] ويمكن تبيان تطور المتغيرات السابقة في الشكل الموالي:

الشكل رقم(1): السلاسل الزمنية لبيانات الدراسة المستخدمة في تقدير مستوى فعالية قنوات تأثير السياسة النقدية




RD
24
20
16
12
8
4
0
90 92 94 96 98 00 02 04 06 08 10 12 14


RGDP
1,200
1,100
1,000
900
800
700
600
500
90 92 94 96 98 00 02 04 06 08 10 12 14



المصدر: من إعداد الباحث.

2– المنهجية المتبعة ونموذج التقدير

نعتمد الخطوات التالية بهدف تقدير فعالية قنوات انتقال الأثر النقدي:

أ– وصف البيانات: ننظم الإحصائيات الوصفية لكل سلسلة زمنية بهدف ملاحظة طبيعتها، ويشمل ذلك حساب المتوسط، الانحراف المعياري والقيمتين الكبرى والصغرى؛

ب– اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: لدراسة العلاقة بين متغيرين؛ ولتفادي الانحدار الزائف، نبدأ بدراسة مستوى استقرارية السلاسل الزمنية باستعمال اختباري **ADF** و**PP**.

ت– النموذج وطريقة التقدير: استخدمت عدة دراسات تطبيقية في عدة دول نامية نماذج الانحدار الذاتي للمتجه(**VAR**) Vector Auto Regressive، لتقويم فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية إلى الناتج الحقيقي والتضخم.

تُستخدم نماذج (**VAR**) للتعرف على حجم وطبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرات المدرجة في النموذج. يتم التعبير عن كل متغير بقيمته للفترات السابقة وبقيم باقي المتغيرات الأخرى للفترات السابقة كذلك، ما يعني أن النموذج يتكون من عدد من المعادلات تساوي عدد المتغيرات المستخدمة في التقدير. يمكن التعبير رياضيا على نموذج(**VAR**) لعدد من المتغيرات(K)، وعدد من فترات الإبطاء (P) كما يلي:[15]

$$Y_t = A_0 + A_1 Y_{t-1} + \cdots + A_p Y_{t-p} + v_t \quad \ldots\ldots\ldots(1)$$

يمكن إعادة كتابة المعادلة(1) كما يلي:

$$Y_t = A_0 + \sum_{i=1}^{P} A_i Y_{t-i} + v_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(2)$$

حيث يمثل Y_t متجه المتغيرات الداخلية، A_iمصفوفة معلمات التقدير، v_t متجه حدود الخطأ و P عدد فترات الإبطاء، والتي تحدد بناءً على معاملات(LR, FPE, AIC, SIC, et le HQ).

لقياس(وتحديد) أثر(وطبيعة) كل متغير في باقي المتغيرات في النموذج(مدى فعالية القنوات)، يتم استخدام أداتين للتحليل؛ تتمثل الأداة الأولى في تحليل التباين(Variance Decomposition)، والذي يقيس تأثير كل متغير(كنسبة مئوية) في سلوكه وفي سلوك المتغيرات الأخرى في النموذج. تتمثل الأداة الثانية في دوال ردة الفعل(Impulse Response Fonctions)، والتي تسمح بتقدير أثر كل متغير في باقي المتغيرات وتتبع مسار هذا الأثر خلال مدة استقراء معينة.[16]

بهدف معرفة فعالية أي قناة من قنوات نقل الأثر النقدي، يتم في مرحلة أولى تقدير استجابة الأهداف النهائية لأداة السياسة النقدية بوجود القناة المراد تقويم فعاليتها في نموذج(**VAR**)، ففي حالة وجود أثر ذو معنوية وبما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، يتم في مرحلة ثانية التأكد من فعالية القناة، يتم ذلك بالاعتماد على طريقة(Ramey, 1993)،[17]إذ يتم تقدير استجابة الأهداف النهائية لأداة السياسة النقدية بوجود القناة محل التقويم كمتغير داخلي، ثم يتم تقدير استجابة الأهداف النهائية لأداة السياسة النقدية مع أخذ نفس القناة كمتغير خارجي في النموذج. يمثل الفرق في الاستجابتين فعالية هذه القناة المراد تقويمها. تعتبر هذه الطريقة الأفضل في تقدير فعالية قنوات نقل الأثر النقدي، استخدمت في عدة دراسات منها، على سبيل المثال لا الحصر، دراسة(Poddar et al, 2006)[18] على الأردن ودراسة(AL-Mashat and Bellmier, 2007)[19]على مصر.

وللقيام بمختلف الخطوات السابقة الذكر، سوف يتم استخدام برنامج(Eviews 7) لمعالجة البيانات والحصول على النتائج.

ثالثا: النتائج والتحليل

1– وصف البيانات

يوضح الجدول رقم(1) الوصف الإحصائي لمختلف السلاسل الزمنية.

الجدول رقم(1): الوصف الإحصائي للسلال الزمنية للدراسة

المتغيرات	الفترة	المتوسط(mean)	الانحراف المعياري(S.D)	أصغر قيمة(min)	أكبر قيمة(max)
RD	1990- 2014	7.366667	3.839012	4	21
CRED	1990- 2014	1757.7	1570.082	205.187	6599.7
CRER	1990- 2014	10.668	3.481027	8	19
RGDP	1990- 2014	707.9818	156.0337	565.4782	1133.747
TC	1990- 2014	60.90351	21.41317	7.967	87.904
CPI (2010=100)	1990- 2014	72.60487	29.02761	14.334	124.226

المصدر: من إعداد الباحث.

تعكس الإحصاءات الوصفية السابقة وجود مرحلتين؛ مرحلة التسعينات، وتميزت بتبني عدة إصلاحات منها رفع معدل إعادة الخصم، سعر الفائدة على القروض المصرفية لارتفاع معدلات التضخم، تخفيض قيمة العملة المحلية، حالة العجز في السيولة المصرفية، وبالتالي ضعف حجم القروض المصرفية وضعف الناتج غير النفطي. تميزت المرحلة الثانية مع بداية الألفية الثالثة باستمرار ضعف حجم الناتج غير النفطي، لضعف سياسات تنويع الاقتصاد الوطني، وارتفاع حجم القروض المصرفية نتيجة حالة فائض السيولة للمصارف، مع انخفاض معدل التضخم وبالتالي تخفيض معدل إعادة الخصم وسعر الفائدة على القروض المصرفية(أنظر الشكل رقم 1 السابق).

2– تحليل استقرارية السلاسل الزمنية:

أخضعنا كل المتغيرات إلى اختبارات ADF وPP، لمعرفة وجود أو عدم وجود جذر الوحدة لتفادي الانحدار الزائف، مع تحديد عدد فترات التأخر في كل مرة بناءً على معاملات(Akaike-Schwarz).

يتبين من خلال هذه النتائج أن كل السلاسل الزمنية في المستوى غير مستقرة عند مستوى معنوية 1، 5 و10%. بحساب الفرق الأول للوغاريتم الطبيعي السلاسل الزمنية(LDRGDP, LDCRED, LDTC, LDRR)، والفرق الأول لسعر الفائدة الرسمي والرقم القياسي لأسعار للمستهلكين (DRD, DCPI) تصبح كلها مستقرة عند مستوى معنوية 5%، كما يتضح من الجدول (2).

الجدول رقم(2): نتائج اختبارات ADF وPP لاستقرارية السلاسل الزمنية

المتغيرات	ADF	PP	المتغيرات	ADF	PP
RD	-1.25153	-0.709155	DRD	-8.334302*	-25.21585*
CRED	2.944878	11.23438	LDCRED	-8.545202*	-4.005780*
CRER	-0.716353	-0.710505	DCRER	-16.45629*	-16.45629*
CPI	-1.644654	-1.060800	DCPI	-3.980348*	-7.462902*
RGDP	-1.726528	-1.726528	LDRGDP	-2.790918*	-10.45982*
TC	-2.599495	-2.555450	LDTC	-4.826809*	-7.086867*

المصدر: من إعداد الباحث. *: ذو معنوية إحصائية عند مستوى 5 و10 %.

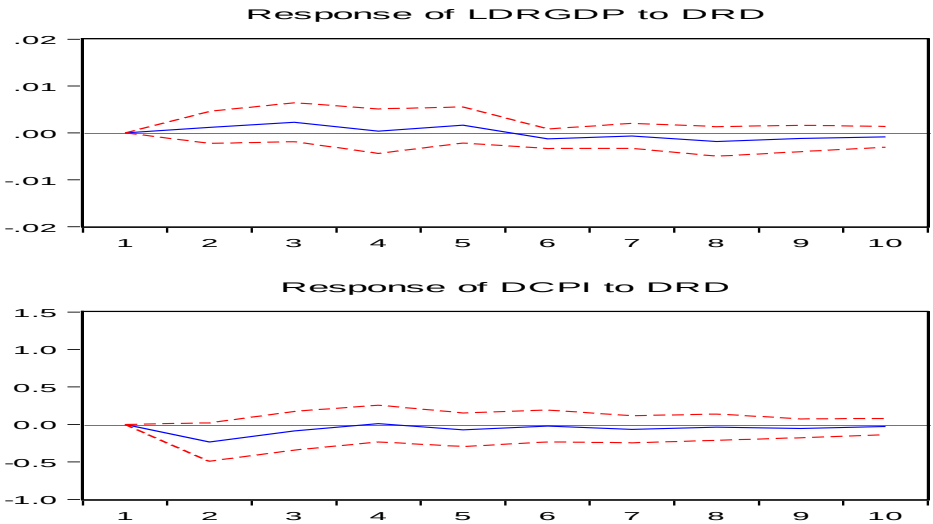
3– تقدير مستوى فعالية القنوات للفترة (1990–2014)*

أ– استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومعدل التضخم لسعر الفائدة الرسمي (النموذج الأساسي)

يتم تقدير نموذج (VAR) الوارد في المعادلة(2)، ثم استخدام أداتي تحليل التباين ودوال ردة الفعل، في ظل وجود الأهداف النهاية وسعر الفائدة الرسمي، وسيتم ترتيب المتغيرات بالبدء بالناتج الحقيقي، الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك ومعدل إعادة الخصم(LDRGDP, DCPI, DRD). يتميز النموذج بأربع فترات إبطاء.

يتضح جليا من دول ردة الفعل الواردة في الشكل رقم(2) أن استجابة الناتج الحقيقي للصدمة في معدل إعادة الخصم ضعيفة جدا، وتكون موجبة إلى الربع الخامس، وبدءً من الربع السادس تصبح سالبة بما يتوافق مع النظرية الاقتصادية لكنها جد ضعيفة(–0.0012). نلاحظ أن معدل إعادة الخصم يؤثر سلبيا في معدل التضخم بدءً من الربع الثاني بـ(–0.23) بما يتوافق مع النظرية الاقتصادية وتتناقص إلى(–0,085) في الربع الثالث، مع تحوله إلى أثر موجب في الربع الرابع(0.01)، لكنه يعود ليصبح سالبا مع تناقصه التدريجي إلى (–0.036) بعد مرور سنتين، و(–0.028) بعد مرور سنتين ونصف(10 فترات، الربع العاشر).

الشكل رقم(2): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة الرسمي



المصدر: من إعداد الباحث.

يعكس تحليل التباين نسبة مساهمة الصدمات في كل متغير في التغيرات في متغير معين. يتضح من الجدول رقم(3) أنه في آفاق سنتين ونصف(10 فترات)، يساهم معدل إعادة الخصم بـ1.82% فقط من تقلبات الناتج الحقيقي غير النفطي، في حين تبلغ أكبر مساهمة له في تقلبات الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك بـ4% بعد مرور 9

(*) تكون مدة الاستقراء لتقدير الفعالية للقنوات في أجل 10 فترات، أي سنتين ونصف لأن البيانات ربع سنوية.

أشهر(3 فترات)، وتشهد بعد ذلك تذبذبا وتراجعا بشكل عام، ما يعكس ضعف تأثير سعر الفائدة الرسمي في الناتج الحقيقي، مع تأثيره المحدود في الأجل القصير على المستوى العام للأسعار وتراجعه بعد ذلك.

الجدول رقم(3): تحليل التباين للنموذج(LDRGDP, DCPI, DRD)

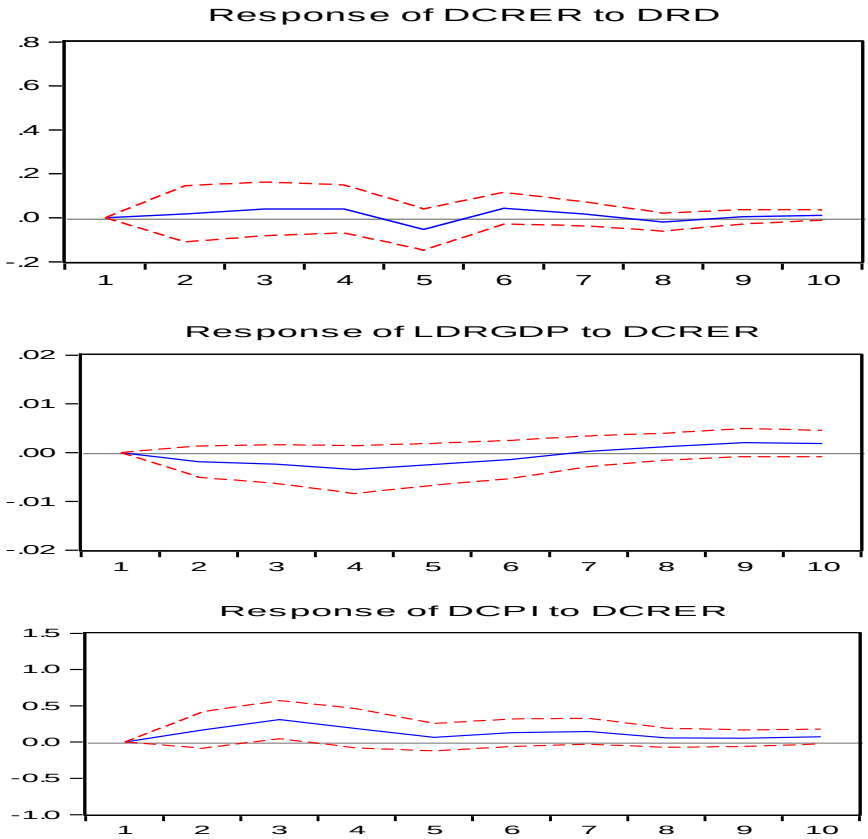
Period	Variance Decomposition of LDRGDP				Variance Decomposition of DCPI			
	S.E	LDRGDP	DCPI	DRD	S.E	LDRGDP	DCPI	DRD
1	0.015	100.00	0.00	0.00	1.16	0.16	99.84	0.00
2	0.019	96.84	2.81	0.35	1.23	1.84	94.56	3.60
3	0.024	96.42	2.51	1.07	1.24	2.11	93.89	4.00
4	0.025	96.28	2.67	1.05	1.26	3.56	92.54	3.90
5	0.025	94.82	3.72	1.46	1.38	3.00	93.46	3.54
6	0.026	94.41	4.04	1.55	1.39	3.76	92.77	3.47
7	0.028	93.66	4.90	1.44	1.40	4.09	92.24	3.67
8	0.029	93.25	5.09	1.56	1.41	4.09	92.22	3.69
9	0.030	92.71	5.54	1.75	1.44	4.31	92.03	3.66
10	0.030	92.65	5.53	1.82	1.45	4.70	91.66	3.64

المصدر: من إعداد الباحث.

ب– استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومعدل التضخم لسعر الفائدة على القروض المصرفية(قناة سعر الفائدة): لتقويم فعالية قناة سعر الفائدة، سوف يتم إضافتها إلى النموذج الأساسي السابق، فيصبح لدينا نموذج بهذا الترتيب(LDRGDP, DCPI, DCRER, DRD)، نستخدم المعادلة رقم(2) لتقويم نموذج(**VAR**). يمتاز هذا الأخير بوجود ثلاث فترات إبطاء. نقوم بتحليل التباين ومقارنة استجابة الناتج الحقيقي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصمات السياسة النقدية بوجود(مع عدم وجود هذه القناة).

يتضح من الشكل رقم(3) أن استجابة سعر الفائدة على القروض للصدمة في معدل إعادة الخصم تقدر في الربع الثاني ب(0.02) وترتفع إلى (0.04) في نهاية الربع الرابع، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، مع تحولها إلى استجابة سالبة في الربع الخامس. يتضح أن استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي للصدمة الموجبة في سعر الفائدة على القروض سالبة إلى غاية مرور سنة ونصف، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، لكنها تبقى استجابة ضعيفة جدا، إذ بلغت في أحسن حالاتها (–0.003) في الربع الرابع. يستجيب التضخم للصدمة الموجبة في سعر الفائدة على القروض إيجابا خلال مدة سنتين ونصف، وهي استجابة كبيرة جدا، لكنها تخالف النظرية الاقتصادية، إذ تنص هذه الأخيرة على أن ارتفاع سعر الفائدة على القروض نتيجة السياسة النقدية الانكماشية، يؤدي إلى انخفاض القروض الممنوحة لوحدات العجز، تاركا انخفاضا في الطلب الكلي، وبالتالي تراجع معدلات التضخم.

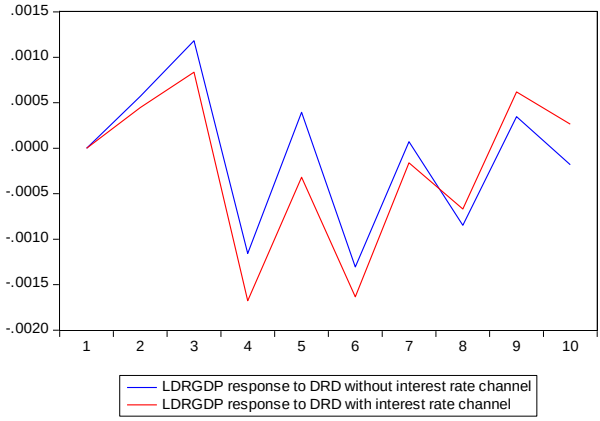
الشكل رقم(3): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة على القروض واستجابة سعر الفائدة على القروض لصدمة سعر الفائدة الرسمي

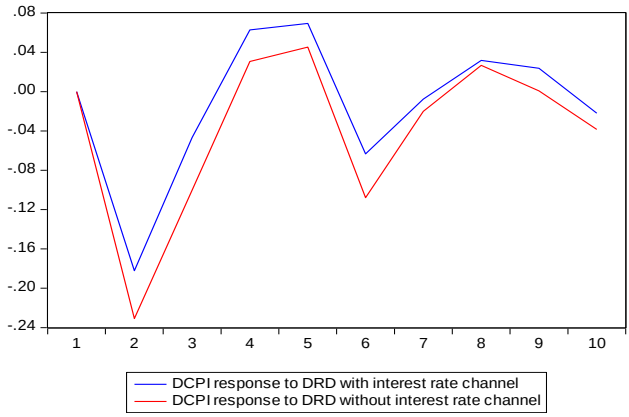


المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من الشكل(4) أن إضافة قناة سعر الفائدة للنموذج تزيد من درجة استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي لصدمة معدل إعادة الخصم، في ظل العلاقة العكسية بين سعر الفائدة على القروض والناتج غير النفطي، لكن يبقى الفارق ضعيفا، لأن درجة استجابة الناتج لمعدل إعادة الخصم بوجود(أو بغياب) قناة سعر الفائدة تبقى جد ضعيفة. وفي ظل العلاقة الطردية بين معدل التضخم وسعر الفائدة على القروض (خلافا للنظرية الاقتصادية)، يؤدي إضافة قناة سعر الفائدة إلى النموذج الأساسي إلى تخفيض استجابة معدل التضخم للصدمة في معدل إعادة الخصم(أي إضعاف تأثير معدل إعادة الخصم على الأسعار).

الشكل رقم(4): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة الرسمي بوجود(وبغياب) قناة سعر الفائدة





المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من تحليل التباين(الجدول 4)، بعد إضافة سعر الفائدة على القروض إلى النموذج، أن أكبر مساهمة لمعدل إعادة الخصم في تفسير التغيرات في الناتج الحقيقي غير النفطي والرقم القياسي لأسعار الاستهلاك بلغت 0.85 و2.38% على التوالي. تبقى مساهمته في تفسير التغيرات في عرض القروض كذلك ضعيفة، إذ لم تتجاوز في أحسن حالاتها 2% خلال مدة استقراء بلغت سنتين ونصف(10 فترات). نلاحظ كذلك ضعف مساهمة عرض القروض في تفسير التغيرات في الناتج الحقيقي، والتي لم تتجاوز 4.32% خلال مدة الاستقراء، كما لم تتجاوز مساهمته في تفسير التغيرات في مؤشر أسعار المستهلكين نسبة 10.08%.

الجدول رقم(4): تحليل التباين للنموذج (LDRGDP, DCPI, DCRER, DRD)

											Period	Variance Decomposition of LDRGDP	Variance Decomposition of DCPI	Varian Decompo of DCR
S.E	ldrgdp	dcpi	dcrer	drd	S.E	ldrgdp	dcpi	dcrer	drd	S.E	Ldrgdp	dcpi	dcrer	drd
0.015	100.00	0.00	0.00	0.00	1.21	1.60	98.40	0.00	0.00	0.609	1.34	0.24	98.42	0.00
0.019	97.60	1.45	0.89	0.06	1.29	1.61	94.78	1.61	2	0.609	1.38	0.32	98.21	0.09

0.024	96.78	1.52	1.54	0.16	1.36	3.16	88.33	6.59	1.92	0.618	1.35	2.37	95.78	0.5
0.024	94.52	1.46	3.41	0.61	1.39	3.56	86.28	8.13	2.03	0.660	1.61	2.10	95.48	0.81
0.025	93.31	1.75	4.32	0.62	1.42	3.65	86.18	8.00	2.17	0.664	1.82	2.30	94.43	1.45
0.026	93.90	1.96	4.20	0.94	1.43	3.62	85.31	8.71	2.36	0.668	2.01	2.73	93.41	1.85
0.027	93.03	2.31	3.80	0.86	1.43	3.61	84.40	9.66	2.33	0.672	2.11	2.70	93.30	1.89
0.029	93.23	2.36	3.59	0.82	1.44	3.62	84.26	9.75	2.37	0.673	2.18	2.74	93.11	1.97
0.029	92.88	2.33	3.95	0.84	1.44	3.64	84.13	9.85	2.38	0.674	2.18	2.78	93.07	1.97
0.029	92.50	2.33	4.32	0.85	1.45	3.64	83.88	10.08	2.04	0.674	2.18	2.79	93.03	2

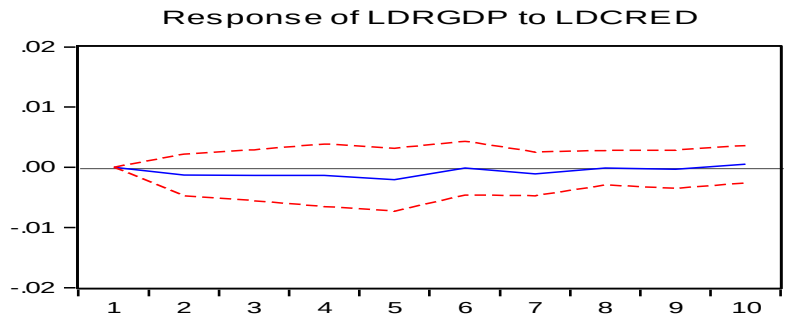
المصدر: من إعداد الباحث.

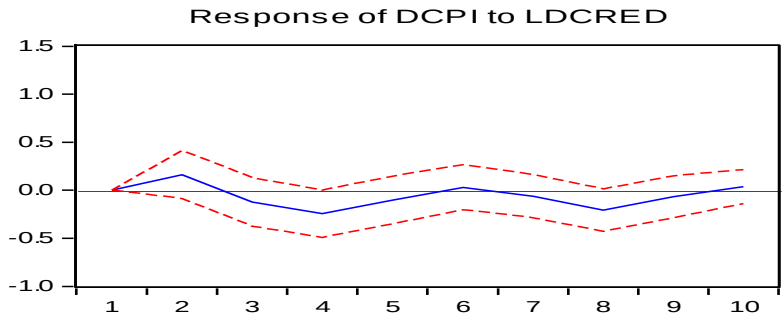
ت– استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومعدل التضخم للقروض المصرفية(قناة القروض المصرفية):

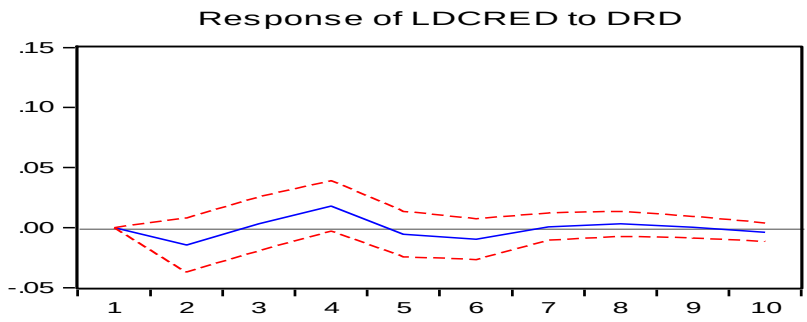
لتقويم فعالية قناة الإقراض المصرفية، سوف يتم إضافتها إلى النموذج الأساسي السابق، فيصبح لدينا نموذج بهذا الترتيب(LDRGDP, DCPI, LDCRED, DRD)، نستخدم المعادلة رقم(2) لتقويم نموذج(**VAR**). يمتاز هذا الأخير بوجود أربع فترات إبطاء. نقوم بتحليل التباين ومقارنة استجابة الناتج الحقيقي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصمات السياسة النقدية بوجود(مع عدم وجود هذه القناة).

يتضح من الشكل(5)، أن استجابة القروض المصرفية لصدمة معدل إعادة الخصم تقدر بـ(–0.014) بعد مرور ستة أشهر وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، لكن بعد ذلك تشهد مسارا يمتاز بالتذبذب بين الاستجابة الموجبة في المنتصف الثاني من السنة الأولى، والاستجابة السالبة في النصف الأول من السنة الثانية، مع العلم أن درجة الاستجابة ضعيفة جدا. يدل ذلك على ضعف تأثير معدل إعادة الخصم على عرض القروض كقناة تنقل قرارات البنك المركزي إلى الأهداف النهائية. تبقى استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي للصدمة في القروض المصرفية ضعيفة جدا، وهي استجابة سالبة وهو ما يتعارض مع النظرية الاقتصادية، كما أن استجابة الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك هي استجابة كبيرة بدءً من 6 أشهر(0.16)، لكنها تتحول إلى استجابة سالبة وبصفة مستمرة بدءً من 9 أشهر (–0.12).

الشكل رقم(5): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة القروض المصرفية واستجابة القروض المصرفية لصدمة سعر الفائدة الرسمي



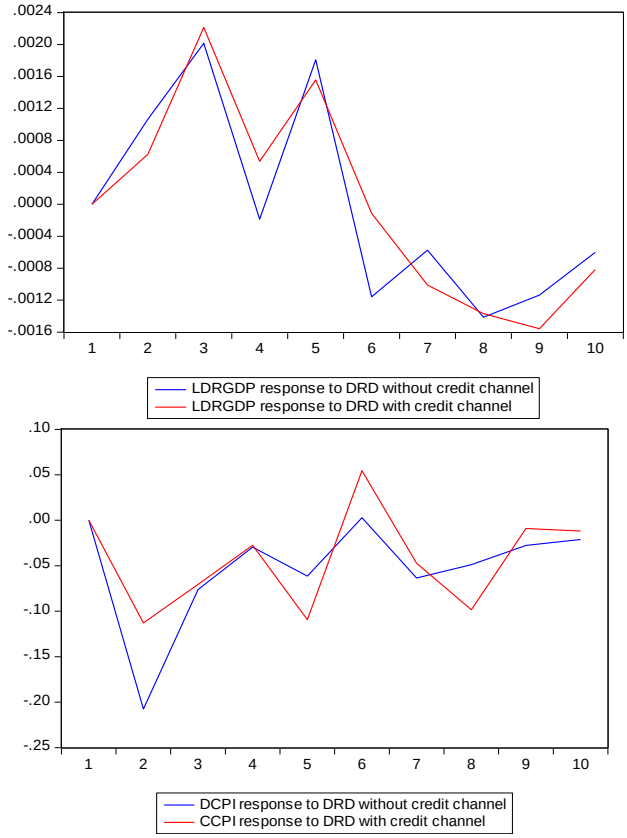




المصدر: من إعداد الباحث.

تفسر النتائج السابقة كون أن إضافة قناة الإقراض المصرفية لا تغير كثيرا من درجة ومسار استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي لصدمات سعر الفائدة الرسمي، مع ملاحظة انخفاض استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة معدل إعادة الخصم بعد إضافة قناة الإقراض المصرفية بعد مرور 6 أشهر، ذلك أن ارتفاع معدل إعادة الخصم كما تأكد في الشكل(5) يؤدي إلى انخفاض القروض الممنوحة للاقتصاد بـ(–0.014)، ما يضعف من تأثير ارتفاع معدل إعادة الخصم في مؤشر أسعار الاستهلاك مقارنة بحالة عدم وجود القروض المصرفية كما يتضح من الشكل (6).

الشكل رقم(6): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة الرسمي بوجود(وبغياب) قناة الإقراض



المصدر: من إعداد الباحث.

يتضح من تحليل التباين(الجدول 5)، بعد إضافة القروض المصرفية إلى النموذج، أن أكبر مساهمة لمعدل إعادة الخصم في تفسير التغيرات في الناتج الحقيقي غير النفطي والرقم القياسي لأسعار الاستهلاك بلغت 1.42و2.19% على التوالي. تبقى مساهمته في تفسير التغيرات في عرض القروض كذلك ضعيفة، إذ لم تتجاوز في أحسن حالاتها 4.85% خلال مدة استقراء بلغت سنتين ونصف(10 فترات). نلاحظ كذلك ضعف مساهمة عرض القروض في تفسير التغيرات في الناتج الحقيقي، والتي لم تتجاوز 1.41% خلال مدة الاستقراء، كما لم تتجاوز مساهمته في تفسير التغيرات في مؤشر أسعار المستهلكين نسبة 7.61%.

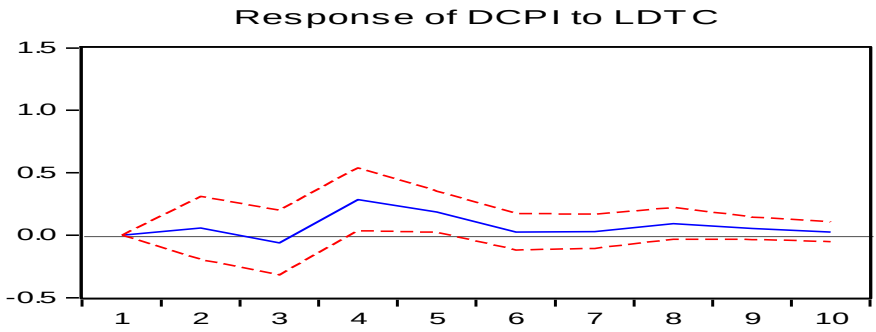
.

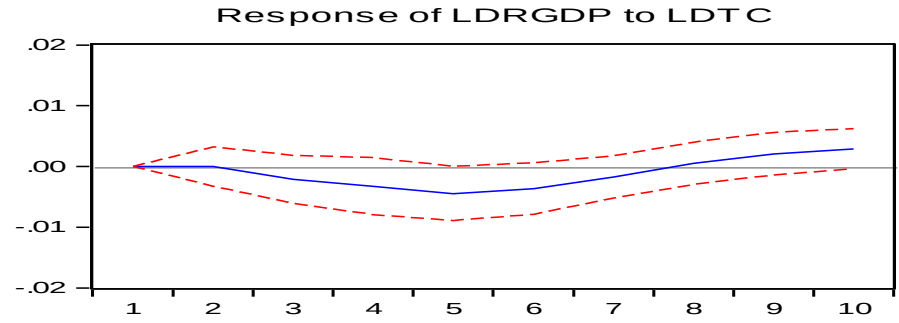
ث– استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومعدل التضخم لسعر الصرف(قناة سعر الصرف): لتقويم فعالية قناة سعر الصرف، سوف يتم تقويم نموذج(**VAR**) بهذا الترتيب(LDRGDP, DCPI, LDTC,

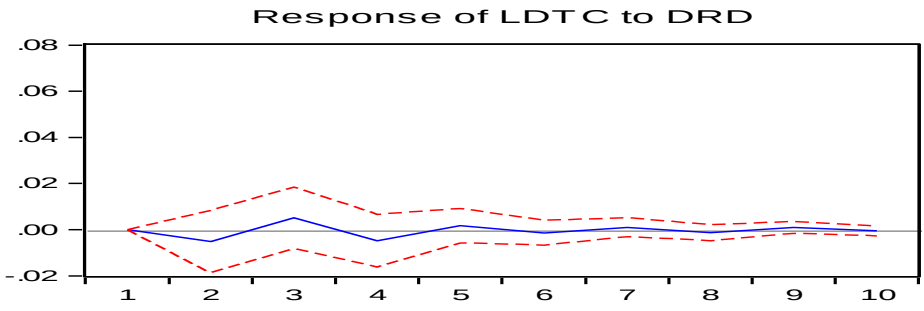
DRD)، يمتاز هذا الأخير بثلاث فترات إبطاء. نقوم بتحليل التباين ومقارنة استجابة الناتج الحقيقي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصمات السياسة النقدية بوجود(مع عدم وجود هذه القناة).

يتضح من الشكل(7) أن استجابة سعر الصرف للصدمة في معدل إعادة الخصم تكون بعد مرور 6 أشهر بقيمة(–0.005)، ثم تتحول إلى استجابة موجبة في الربع الثالث، فاستجابة سالبة في نهاية السنة الأولى(–0.005) لتزول بعد ذلك. وبهذا يتأكد غياب علاقة بين معدل إعادة الخصم وسعر الصرف وفقا لما تنص عليه النظرية الاقتصادية. ذلك أن زيادة سعر الفائدة الرسمي، يؤدي نظريا إلى تدفق رؤوس الأموال لتوظيفها في النظام المالي المحلي، فيزداد الطلب على العملة المحلية، فتزداد قيمتها(ينخفض سعر الصرف). هذا الميكانيزم لا يعمل إطلاقا في حالة الجزائر لتخلف النظام المالي وضعف انفتاحه على الخارج. تعتبر استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي للصدمة في سعر الصرف جد ضعيفة، وتكون سالبة إلى غاية سنة وتسعة أشهر، وبلغت أكبر قيمة لها في الربع الخامس(–0.004)، تحولت إلى استجابة موجبة بعد مرور سنة ونصف(0.001)، وارتفعت إلى(0.003) بعد مرور سنتين ونصف. تعكس الاستجابة السابقة واقع الاقتصاد الوطني، ذلك أن تخفيض قيمة الدينار، لم تؤد إلى زيادة تنافسية الصادرات المحلية، لأن الجهاز الإنتاجي يعاني من جمود هيكلي تجعله غير قادر للاستجابة بسرعة لانخفاض قيمة العملة المحلية، لذلك ظهر الأثر سالبا إلى غاية مرور سنة ونصف، بفعل زيادة الاستيراد، وبعد ذلك يستجيب إيجابا، لكن تبقى هذه الاستجابة محدودة، نتيجة فشل الإصلاحات الاقتصادية ككل في تنويع الاقتصاد الوطني. نلاحظ أن استجابة مؤشر أسعار الاستهلاك للصدمة في سعر الصرف مهمة، إذ بلغت في الربع الثاني 0.06، بالرغم من تحولها إلى استجابة سالبة في الربع الثالث(–0.06)، بلغت في نهاية السنة الأولى (0.29)، وبقيت موجبة. تتوافق هذه الاستجابة مع النظرية الاقتصادية، كما تعكس حالة الجزائر؛ إذ يؤدي ارتفاع سعر الصرف(انخفاض قيمة العملة المحلية)، في ظل استمرار جمود هيكل الإنتاج، واستمرار ازدياد الواردات، إلى ارتفاع أسعار هذه الأخيرة، ما ينعكس في ارتفاع معدلات التضخم المحلية، والمعبر عنها بالرقم القياسي لأسعار الاستهلاك. تبقى الاستجابة السابقة للتضخم لصدمة سعر الصرف غير ناتجة عن تأثير التغير الحاصل في معدل إعادة الخصم كأداة للسياسة النقدية.

الشكل رقم(7): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الصرف، واستجابة سعر الصرف لصدمة سعر الفائدة الرسمي



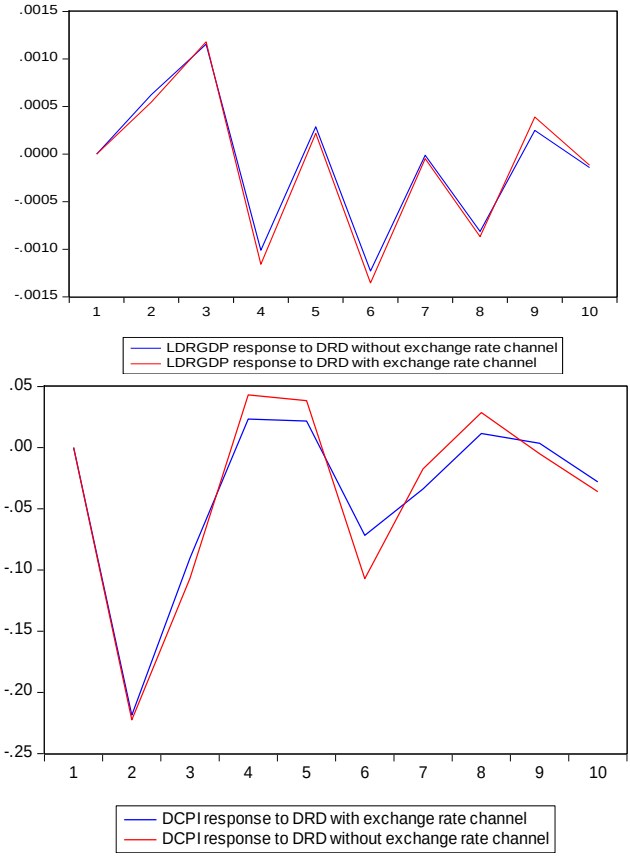




المصدر: من إعداد الباحث.

في ظل التأثير شبه المهمل لمعدل الفائدة الرسمي في سعر الصرف، لا يؤدي إضافة قناة سعر الصرف إلى تغيير كبير في استجابة الناتج الحقيقي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة الرسمي كما يتضح من الشكل(8)، ما يعكس ضعفا في فعالية قناة سعر الصرف في نقل قرارات السياسة النقدية للتأثير في الأهداف النهائية.

الشكل رقم(8): استجابة الناتج الحقيقي غير النفطي ومؤشر أسعار الاستهلاك لصدمة سعر الفائدة الرسمي بوجود(وبغياب) قناة سعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحث.

يؤكد تحليل التباين النتائج السابقة بعد إضافة قناة سعر الصرف للنموذج، يتضح جليا من الجدول رقم(6) أن أكبر مساهمة لمعدل إعادة الخصم في تفسير التغيرات في الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك والناتج الحقيقي غير النفطي بلغت 3.24 و0.71% على التوالي. وتبقى مساهمته في تفسير التغيرات في سعر الصرف ضعيفة، إذ لم تتجاوز خلال مدة الاستقراء 1.72%. نلاحظ ضعف مساهمة سعر الصرف في تفسير التغيرات في الناتج الحقيقي، والتي بلغت في أحسن الحالات نسبة 7.31%، وضعف مساهمته في تفسير التغيرات في الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك، والتي بلغت 6.66% بعد مرور سنتين ونصف.

يبين العنصر الموالي أسباب ضعف في فعالية قنوات السياسة النقدية في التأثير على الناتج الحقيقي والأسعار.

رابعا: أسباب ضعف فعالية قنوات انتقال أثار السياسة النقدية: تخلف النظام المصرفي والمالي

يُعزى ضعف فعالية القنوات السابقة الذكر في الجزائر إلى تخلف النظام المصرفي والمالي، وهو ما يؤكد صحة فرضية الدراسة، وتتأكد هذه الحالة في عدة دول نامية، منها على سبيل المثال لا الحصر مثلا حالة الكويت،[20] إذ يتصف النظام المصرفي والمالي الجزائري بالاختلالات التالية:

1– سوق مصرفية ذات تركيز مرتفع: بالرغم من تحرير السوق المصرفية، تسيطر المصارف العامة في نهاية 2014 على 87,7 و87,8% من إجمالي الودائع والقروض على الترتيب.[21] ما يعني محدودية سياسة التقليل من نسبة ملكية القطاع العام واحتكاره للقطاع المصرفي وتخفيف قيود الدخول لمتعاملين خواص.

2– ضعف مستوى العمق المصرفي: لمعرفة عمق القطاع المصرفي والمالي، يُستخدم **مؤشر القروض المصرفية للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي،**[22] بلغ هذا الأخير في الجزائر في عام 2014 نحو 18,3%. ويبلغ نفس المؤشر في كل من المغرب وتركيا في عام 2014 على الترتيب 68,7 و74,6%، ويصل في بولونيا إلى 52,6%، في حين يصل في ماليزيا إلى 120.6%.[23]

3– الانفصال بين وفرة السيولة وحاجة التمويل لوحدات العجز: تصل المدة التراكمية لإعداد ملف طلب القرض ورد المصرف عليه بالنسبة لقرض الاستغلال في المؤسسات المصغرة، الصغيرة، المتوسطة والشركات الكبيرة على الترتيب إلى 151، 136، 115 و83 يوم، وتصل المدة التراكمية لقرض الاستثمار في المؤسسات المصغرة، الصغيرة، المتوسطة والشركات الكبيرة على الترتيب إلى 210، 192، 183 و130 يوم.[24] وفي النهاية أدت الحالة السابقة إلى فرض شروط مجحفة على الإقراض تظهر في صعوبة الحصول على التمويل، وطلب ضمانات مرتفعة القيمة، ما أدى إلى حرمان القطاع الحقيقي من التمويل.

4– تخلف الخدمات المالية: يُلاحظ استمرار ضعف كفاءة النظام المصرفي في أداء وظيفته كمقدم للخدمات، نتيجة حالة الفقر في الخدمات المقدمة ونوعيتها الرديئة، فهو يستجيب بشكل سلبي لطلبات الأعوان الاقتصاديين، ما يعني ضعف قبولهم لخدماته وبالتالي تجنب استخدامه. في هذا الصدد، يقدر مؤشر عدد فروع المصارف لكل مائة ألف شخص بالغ بـ5,06 فرع في 2014، في حين يصل نفس المؤشر في كل من المغرب ولبنان إلى 24,58 و29,84 فرع على الترتيب. ويقدر عدد أجهزة الصراف الآلي لكل مائة ألف شخص بالغ بـ7,29 جهاز، ويصل في مصر، المغرب ولبنان على الترتيب إلى 12,67، 25,83 و44,34 جهاز.[25]

5– تخلف السوق المالية: بدأ التداول الفعلي في السوق المالية للجزائر في علم 1998. ما يدل على ضيق هذه السوق وتخلفها، أنه يقدر عدد الشركات المدرجة في عام 2014 بـ4 فقط، ويقدر مؤشر إجمال التمويل بالسوق المالية كنسبة من الناتج بـ0.55%.[26]

خاتمة:

أدى ضعف فعالية قنوات نقل الأثر النقدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية في التأثير على الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار، بسبب تخلف النظام المالي، ما يستوجب تطويره بـ:

- **تعزيز المنافسة بين المصارف، وتخفيف احتكار الدولة للقطاع؛**
- **تطوير الخدمات المالية وتعميمها؛**
- **تحسين مناخ الاستثمار لتحفيز الاستثمار الخاص وتقليل المخاطر على المصارف؛**

- **تفعيل أسواق رأس المال، لجعلها عنصر تكامل مع المصارف، لتمويل الاقتصاد وتحسين نوعية الخدمات المالية؛**
- **تثمين إيرادات النفط لخلق اقتصاد متنوع، يضمن استقرار القطاع المصرفي والمالي، وتفعيل دوره في التنمية.**

قائمة المراجع:

1- Taylor, J. B., «The monetary transmission mechanism: An empirical framework». *Journal of economic perspective*, vol. 9, no 4, (fall 1995), p.15.

2- فليب كرم، «*السياسة النقدية: النظم، الأدوات، الأهداف، وآلية انتقال الآثار*»، **معهد صندوق النقد الدولي**، (فيفري 2008)، ص.15.

3- Frederic S. Mishkin, «Les canaux de transmission monétaire : Leçons pour la politique monétaire». *bulletin de la Banque de France* (Mars 1996), p.92.

4- Frederic S. Mishkin, *The economics of money, banking, and financial markets*, seventh edition (Pearson Addison Wesley, 2004), p. 617.

5- Ramona Jimborean, «the Role of Banks in the Monetary Policy Transmission in the New EU Member State». (March 2009), pp. 3-4.

6- Rafal Kierzenkowski, «Le canal étroit du crédit: une analyse critique des fondements théoriques». (Avril 2001), p. 2.

7- Frederic S. Mishkin, *The economics of money, banking, and financial markets*, Op.cit, p.622.

8- Fabienne Rosenwald, «L'impact des contraintes financières dans la décision d'investissement». *Série des documents de travail de la Direction des Etudes et Synthèses Économiques*, (Juin 1999), p.15.

9- CLERC L, et PFISTER C, «Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire». *Bulletin de la banque de France*, no.108 (Décembre 2002), p.60.

10- boursier et économie DER PUTTEN R. V, et VERGNAUD E, «Fluctuations du marché réelle». *Conjoncture* (Février 2001), p.18.

11- Samia. J, Tahar. M, et Mohamed S. M, «Taux de change et Inflation: une analyse en modèle VAR du canal du taux de change : Cas de la Tunisie,» p .2.

12- Jorda. O, and Demiralp, S, «The Announcement Effect: Evidence from Open Market Desk Data». (June 2001), p.3.

13- أنظر موقع بنك الجزائر: (www.bank-ofalgeria.dz)، وموقع صندوق النقد الدولي، الإحصائيات المالية الدولية(IFS) (data.imf.org).

14- Chow, G. C. & Lin, A. L, «Best linear unbiased interpolation, distribution and extrapolation of time series by related series, » *The Review of Economics and Statistics,* no.53, (1971), pp. 372—375.

15- Bourbonnais, R, *Econométrie*, 6e édition (Dunod, Paris, 2005). pp.256-257.

16- Sims, C, «Macroeconomics and Reality,» *Econometrica*, 1980, pp.1- 49.

17- Ramey, V., «How Important Is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?». *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39. (December 1993). pp. 1-45.

18- Poddar, T., Sab, R., and Khachatryan, H, «The Monetary Transmission Mechanism in Jordan». *IMF Working Paper*, WP/06/48, (February 2006).

19- Al-Mashat, R., and Bellmier, A., «The monetary transmission mechanisms in Egypt». *IMF Working Paper*, WP/07/285, (December 2007).

20- العمر حسين، «قنوات تأثير السياسة النقدية(حالة الكويت)»، **مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية**، المجلد 6، العدد 3(أكتوبر 2009)، ص251-272.

21- Banque d'Algérie, « Rapport 2014: évolution économique et monétaire de l'Algérie». (Juillet 2015).

22- Banque mondiale, « Le Rapport sur le développement financier dans le monde». 2012.

23- موقع البنك الدولي: (http://donnees.banquemondiale.org/indicateur).

24- Boumghar, M. Y, «La relation PME-Banque : un essai de compréhension». Papier présenté au colloque internationale : le système bancaire algérien et les mutations économiques : réalité et défis, (Chlef, 14-15 Décembre 2004).

25- IMF, *Financial Access Survey* (www.fas.imf.org),

26- COSOB, «Rapports annuels de la COSOB». 20-14.(http://www.cosob.org/publications-rapports-annuels.htm)